

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 34020051302699

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司基于股权再融资
的盈余管理实证研究

An Empirical Study of Earnings Management Based on Equity
Refinancing of Chinese Listed Companies

洪明渠

指导教师姓名: 潘 越 讲师

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘要

上市公司随着业务的拓展必然产生资金需求，股权再融资是公司上市后获取后续资金的一种重要途径。近年来，股权再融资在我国资本市场上的热度已经可以和IPO相媲美，在市场上掀起了一股股“增发热”、“配股热”。但证券监管部门为保护投资者利益、促进资本市场健康发展对再融资的资格和条件作出严格的限制，这又在一定程度上激励上市公司通过盈余管理进行利润操控，达到再融资的政策要求。同时上市公司股权再融资后的股票市场反应及业绩表现一直是业内比较关心的问题，上市公司再融资后获得大量资金投资于新项目，本应是业绩得到大幅提升，然而事实情况却恰恰相反。

本文选取 2001 年—2004 年进行增发、配股的公司为样本，通过管理后盈余分布法、Healy 模型和横截面修正的琼斯模型来研究上市公司在股权再融资中的盈余管理行为，并考察了再融资前的盈余管理对再融资公告后累积超额收益及再融资后业绩变化的影响。通过研究我们发现：上市公司在股权再融资前有较高度度的向上盈余管理，无论是配股公司还是增发公司在再融资前为了取得再融资资格、增加融资收入，都通过可操控性应计利润来进行盈余管理，这表现为再融资前可操控性应计利润明显高于同行业的其他公司。再融资公告后股票市场的短期反应从总体上说是负面的，表现为再融资公告后的累积超额收益为负值；通过回归分析我们发现它与再融资前的盈余管理程度呈正相关关系，这表明投资者并不能识别再融资公司的盈余管理行为。再融资后上市公司的业绩有明显的滑坡现象，表现为再融资后公司的净资产收益率明显下降；通过相关性分析及回归分析我们发现再融资前的盈余管理行为与再融资后的业绩滑坡现象之间有明显的负相关关系。

关键词：股权再融资 盈余管理 业绩滑坡

Abstract

Capital demand is bound to increase with the business expanding of listed companies. Refinancing is one of the important ways to obtain follow-on capital for listed companies after the IPO. In recent years, equity refinancing has played a more important role than the IPO in the Chinese capital market. In order to protect the interests of investors, the security authorities have provided strict restrictions on the qualifications of equity refinancing. To some extent, these restrictions have encouraged listed companies to improve net income with earnings management and achieve the policy requirement. At the same time, what has been concerned is the earnings performance of listed companies after refinancing. Through refinancing, listed companies have obtained substantial capital to invest in the planned project with the expectation of improving their operating performance. But the fact is far from it.

Based on the sample of the listed companies with right issues and seasoned equity offering between 2001 and 2004, this paper discusses the earnings management of the listed companies in equity refinancing by using Healy model, the modified Jones-model and the distribution of Earnings after Management. Meanwhile investigating how the earnings management before refinancing influences earnings performance after refinancing. The findings show that the listed companies have a high degree of upward earnings management. With the purpose of acquiring higher outcome and the qualifications of refinancing, both the rights issuers and the seasoned equity issuers achieve the earnings management which is manifested as the obviously-higher discretionary accruals before the refinancing compared with that of the fellow companies. The stock market's short-term reaction to refinancing is negative, which is demonstrated by the negative cumulative abnormal return (CAR) after the refinancing announcement. Through regression analysis, the findings indicate that positive correlation exists between discretionary accruals before the refinancing and CAR after the refinancing announcement, which shows that investors can not detect earnings management of the listed companies. After the refinancing, an obvious poor earnings performance of listed companies can be indicated by distinct decline in return on equity (ROE). It can be observed that negative correlation exists between earnings management prior to the refinancing and poor earnings performance afterwards through correlation analysis and regression analysis.

Key words: equity refinancing earnings management poor earnings performance

目录

第一章 前言	1
1. 研究背景及意义	1
2. 研究改进	3
3. 研究基本框架	3
第二章 关于盈余管理与再融资理论的文献综述	5
1. 关于盈余管理的文献综述	5
1.1 盈余管理涵义的研究	5
1.2 盈余管理动机的研究	7
1.3 盈余管理计量方法的研究	10
2. 关于股权再融资的基本理论	17
3. 股权再融资后业绩问题的研究	22
第三章 我国上市公司股权再融资中的盈余管理状况	25
1. 我国上市公司的再融资现状	25
2. 样本及数据来源	30
3. 本文计量盈余管理的实证模型选择	32
3.1 管理后盈余分布法	34
3.2 Healy 模型	35
3.3 横截面修正的 Jones 模型	35
4. 股权再融资中盈余管理程度的实证结果与分析	37
4.1 管理后盈余分布法—ROE 的分布	37
4.2 配股公司盈余管理程度度量	39
4.3 增发公司盈余管理程度度量	42
5. 本节结论	44
第四章 盈余管理与股票市场对股权再融资的短期反应	45
1. 股票市场对股权再融资的短期反应	45
2. 盈余管理与股权再融资后累积超额收益的回归分析	47
3. 本节结论	49
第五章 盈余管理与股权再融资后的业绩滑坡	50
1. 股权再融资后公司的业绩滑坡现象	50
2. 股权再融资后业绩滑坡与再融资前盈余管理程度的相关关系分析	52
3. 股权再融资后业绩滑坡与再融资前盈余管理程度的回归分析	54
4. 稳健性检验	58
5. 本节结论	62
第六章 结论与建议	63
[参考文献]	67
致谢	70

CONTENT

Chapter 1 Introduction.....	1
1. Research background and purpose.....	1
2. Research improvement.....	3
3. Research framework.....	3
Chapter 2 Review on Earnings Management and Refinancing.....	5
1. Review on Earnings Management.....	5
1.1 Definition of Earnings Management.....	5
1.2 Motivations of Earnings Management.....	7
1.3 Measurement of Earnings Management.....	10
2. Review on Refinancing.....	17
3. Review on Earnings Performance after Refinancing.....	22
Chapter 3 Earnings Management in Equity Refinancing of Chinese Listed Companies.....	25
1. The Status of Refinancing of Chinese Listed Companies.....	25
2. Sample and Data Resource.....	30
3. The Model to Measure Earnings Management.....	32
3.1 The Distribution of Earnings after Management.....	34
3.2 Healy Model.....	35
3.3 The Modified Jones Model.....	35
4. Empirical Results and Analysis of Earnings Management of the Refinancing Companies.....	36
4.1 The Distribution of Earnings after Management—Distribution of ROE.....	36
4.2 The Measurement of Earnings Management of the Right Isuers.....	39
4.3 The Measurement of Earnings Management of the Seasoned Equity Isuers.....	42
5. Conclusions of this Chapter.....	44
Chapter 4 Earnings Management and Stock Market's Short-term Reaction to the equity refinancing.....	45
1. Stock Market's Short-term Reaction to the Equity Refinancing.....	45
2. Regression Analysis between Earnings Management and Stock Market's Short-term Reaction to the Equity Refinancing.....	47
3. Conclusions of this Chapter.....	49
Chapter 5 Earnings Management and Poor Earnings Performance after the Equity Refinancing.....	50
1. Phenomena of Poor Earnings Performance after the Refinancing.....	50
2. Correlation Analysis between Earnings Management prior to Refinancing and	

Earnings Performance afterward.....	52
3.Regression Analysis between Earnings Management prior to Refinancing and Earnings Performance afterward.....	54
4.Robust Test.....	58
5.Conclusions of this Chapter.....	62
Chapter 6 Conclusions and Suggestions.....	63
Reference.....	67
Acknowledgement.....	70

第一章 前言

1. 研究背景及意义

我国证券市场经过十余年曲折的发展，从无到有，从小到大，取得了举世瞩目的成就，促进了直接融资的发展，改变了我国公司单一融资方式的局面；同时提供了资本的合理定价机制，促进资源的合理配置，为我国经济发展做出了巨大贡献。但是在快速发展的过程中也充分暴露出了我国证券市场“新兴+转轨”的特征，存在着各种各样的问题，其中财务造假、会计信息失真、信息披露不完善、操纵市场等就是这些问题中的典型代表。

上市公司财务造假已经成为我国证券市场的公害之一，同时也是世界各国证券市场都面临的普遍性问题。即便是在法律法规非常完善的发达国家资本市场里财务丑闻也时有发生，而在中国这样一个新兴资本市场里财务造假更是屡见不鲜，这些上市公司采取盈余管理的手段粉饰财务数据，造假欺骗广大投资者，带给人们深刻的反思。从世界各国财务造假丑闻中我们可以清醒地认识到：证券市场筹资—投资功能、资本定价功能、资本配置功能的发挥及其整个证券市场持续健康的发展都离不开有效的信息披露，特别是财务信息的真实可靠。而在所有的财务信息中，盈利信息又是最为重要的指标，盈利指标成为公司内外部财务信息使用者对公司价值等做出正确评价的主要指标；同时也是证券监管部门对上市公司进行监管的重要参考指标，证券监管部门对上市公司的监管更多是基于对盈余指标的衡量上，尤其是在对公司上市、配股增发以及退市等特别处理制度的规定上。于是，随着会计信息中盈利信息重要性的提高，证券市场上关于盈利信息的“包装”行为便愈演愈烈了。盈余管理已成为各国证券市场发展过程中投资者、债权人、证券监管部门、会计准则制定机构和税务机关等机构所关注的焦点。

因此，深入研究上市公司如何完善公司法人治理结构，按照现代公司制度的要求规范公司经营者的权责，加强经理人的信托责任，避免人为操控利润，确保信息披露的质量，对我国证券市场的持续健康发展具有十分重要的意义。本文以“我国上市公司基于股权再融资的盈余管理行为实证研究”为题，通过实证分析来考察上

市公司在配股、增发等股权再融资中是否存在盈余管理行为，盈余管理的程度如何，公司在公告融资计划后股票市场的短期反应如何，盈余管理与再融资后业绩的滑坡现象之间有何关联。识别公司在股权再融资过程中盈余管理行为对于广大的投资者、会计准则制定机构以及证券监管部门都具有重大的意义：

(1) 有利于保护投资者的利益

尽管不同的投资者有不同的投资决策方法，但盈利指标无疑是任何科学的投资决策必不可少的重要依据之一；若投资者进行投资决策依据的是被操纵过的盈利指标，必然使投资者作出错误的投资决策，损害广大投资者的利益。在上市公司在配股、增发等股权再融资行为中，历史净资产收益率等盈余指标是投资者考察上市公司未来盈利能力的重要指标，是投资者对公司未来的发展潜力进行科学判断、正确评估证券投资价值的重要参考，当该指标未能真实反映公司经营业绩时，投资者就有可能对是否参与再融资行为作出错误的决策，进而损害其切身利益。本文的研究有助于广大中小投资者对净资产收益率(ROE)等指标有更深入的理解，进而做出正确的投资决策。

(2) 有利于抑制公司的盈余管理现象、完善再融资机制

在信息不对称的情况下，上市公司管理层有粉饰报表、进行利润操控的动机。特别是在我国股权分置的情况下，流通股与非流通股之间表现出“同股不同价、不同权”，存在大股东压榨、剥夺广大中小股东的现象，有鉴于此我国监管部门在股权再融资的相关法律法规中规定净资产收益率指标。而管理人员对净资产收益率等指标的操纵，既有利于上市公司达到股权再融资政策的规定，也有利于管理人员优化自己的业绩，可谓一举两得。因此通过深入研究上市公司再融资行为及对再融资监管机制探讨，有利于清除诱发上市公司进行净资产收益率操控的政策性因素，增加上市公司的利润操控成本，完善再融资机制，在一定程度上抑制上市公司的盈余管理行为。

(3) 有利于健全信息披露制度

保证信息披露的真实公允、减少信息不对称是保护广大中小投资者利益及促进证券市场持续健康发展的重要条件之一。会计准则及相关法规本身的不完善性为盈余管理行为提供了可能，对盈余管理的实证研究有利于推动我国公司治理法律法规

的完善以及公认会计准则(GAAP)的不断改进与发展,最终促进证券市场各项功能的充分发挥以及证券市场的持续健康发展。

2. 研究改进

本文的研究在国内外关于股权再融资中盈余管理问题研究的基础上,主要作了如下的改进:

(1) 本文在度量盈余管理程度方面综合使用了管理后盈余分布法、Healy模型、横截面修正的琼斯模型三种方法来度量,一方面可以对三种模型对盈余管理度量方面的能力进行比较;另一方面可以得到较稳健的盈余管理程度的度量,通过三个模型都可以得出上市公司在股权再融资中存在盈余管理的结论。

(2) 由于中国资本市场“新兴+转型”的双重特征导致企业会计准则的多变性,如果采用的财务数据时间跨度过长,会导致财务数据的不可比性、异质性增强;同时监管层对上市公司股权再融资的政策具有多变性,如果选取的时间区间过长,政策对再融资的影响较大。因此本文在选取研究区间方面综合考虑了以上因素,使得出的结论更加可靠、更加慎密。

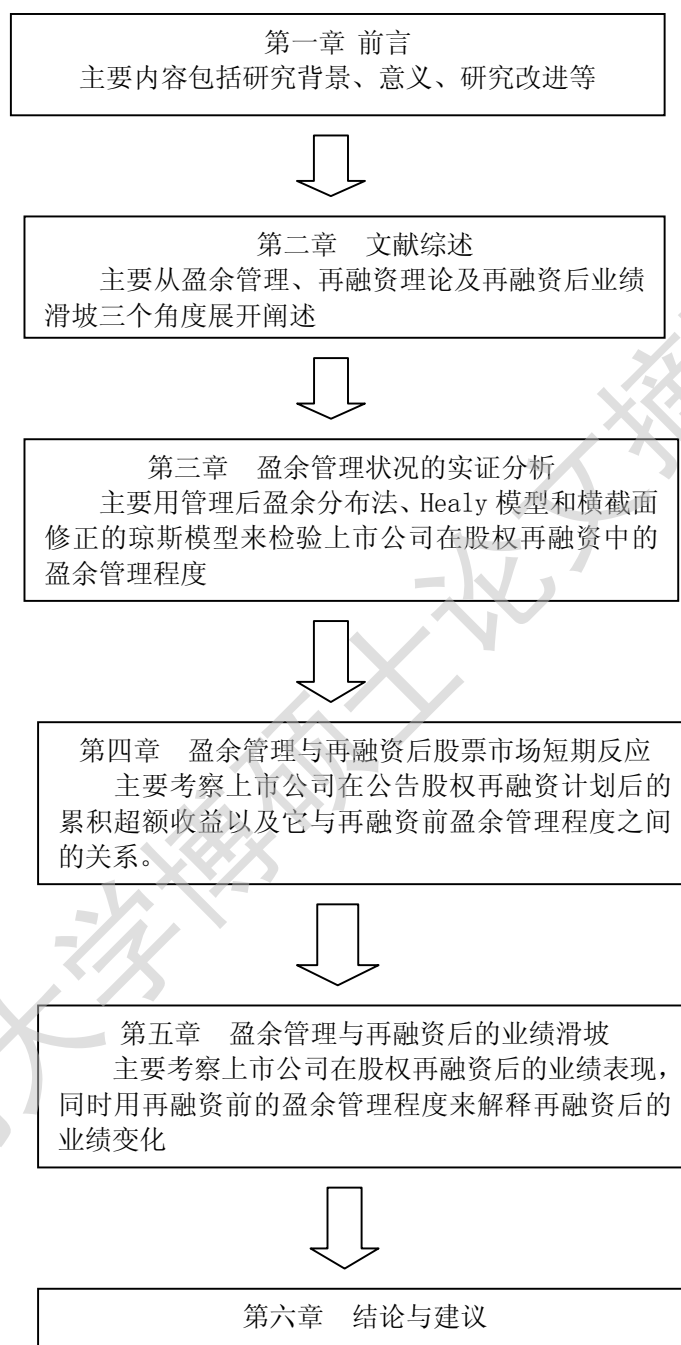
(3) 在研究中国上市公司股权再融资后的业绩变化问题上,本文从上市公司在再融资前的盈余管理角度来解释业绩滑坡现象。在一定意义上说上市公司在再融资前通过各种方式提前确认收入、推迟确认费用的盈余管理必然导致再融资后的业绩滑坡,因此可以说从一个较新的角度来研究上市公司再融资后的业绩滑坡现象。

(4) 在度量公司业绩方面有诸多指标,但是每一个指标有一定的局限性。本文在考察上市公司股权再融资后的业绩表现时用主成份分析法综合评价公司的经营效益和盈利能力,可以对财务指标进行客观赋权,从而消除主观因素的影响。

3. 研究基本框架

本文主要研究我国上市公司在股权再融资前是否通过各种方式来提前确认收入、推迟确认费用进行盈余管理,同时结合再融资前的盈余管理程度来考察上市公司在再融资计划公告后的累积超额收益及再融资后的业绩表现。具体结构安排上,

本文研究的基本框架如下图所示：



第二章 关于盈余管理与再融资理论的文献综述

1. 关于盈余管理的文献综述

1.1 盈余管理涵义的研究

国内外学术界对于盈余管理的定义至今仍没有一个统一的概括，综合起来有以下几种代表性的观点。Schipper(1989)认为，盈余管理是在公认会计准则约束下采取有意识的步骤来获取期望报告盈余的过程。Healy和Wahlen(1999)从会计准则制订者的角度出发，认为盈余管理是指管理当局运用职业判断编制财务报告和通过规划交易以变更财务报告，旨在误导那些以公司经营业绩为基础的利害关系人的决策行为或影响那些以会计报告数字为基础的契约后果。Levitt(1998)在有关“数字游戏(The numbers game)”的演讲中指出，管理当局用巨额冲销的方式来调整费用、提前确认收入、不切实际地计提准备、冲销购买中已发生的研发费用，这些方法正威胁着财务报告的可靠性。张祥建和徐晋(2006)认为盈余管理是典型的“零和博弈”，是在不违反相关政策法规及会计原则的情况下，公司管理当局利用会计或非会计手段，凭借一定的职业判断，对财务报告中有关盈余信息披露或与其相关辅助信息进行管理的过程，其目的是为了误导其他会计信息使用者对公司经营业绩的理解或影响那些基于会计数据的契约，以实现自身利益的最大化或公司价值最大化。学术界的不同定义反映了研究者的切入点的不同，同时也反映了造成盈余管理的诱导因素是多样性的。综合来看，盈余管理可以从以下几方面来理解：

(1) 盈余管理对象：盈余管理行为的对象为公司管理人员对外公布的财务报告，而公司的内部报告不属于研究对象。因此，盈余管理行为的研究对象为按照会计准则编制的财务报告，而且常常是经过审计的财务报告；而且盈余管理是公司经理人员有目的、有意识的介入，是为了获取私人信息和私人利益。

(2) 盈余管理目的：盈余管理的目的是为了误导那些以公司财务数据为基础的利害关系人。如果经理人员认为利害关系人无法发现盈余管理行为时，则会发生盈余

管理；如果公司经理人员掌握了外部利益关系人根本无法掌握的信息，以致盈余管理不可能被外界识破时，也将发生盈余管理；当然利益关系人也可能会预期到一定程度的盈余管理。

(3) 盈余的时间分布：从长期看，盈余管理并不会改变公司的实际盈余，只是由于会计核算中权责发生制的应用，使盈余(收入、费用)在时间分布上发生了改变，但是由于这种改变，能够给有关各方带来收益或损失。

(4) 信息不对称性：盈余管理的目的是产生私人信息，造成信息的不对称，从而牟取私人利益。因此，盈余管理不仅仅是个公司利润的计量问题，盈余管理涉及了一系列的委托人与代理人之间的契约缔结、修改和实施，由于委托代理问题的存在，委托人和代理人在信息方面存在的不对称不可能根本的消失，而且效益原则也不允许。因此，盈余管理将会长期存在，盈余管理的研究是一个经济学和管理学的重要领域。

(5) 盈余管理与财务欺诈：盈余管理特别强调经理人员的主观意识，但我们很难观测到经理人员的主观思想，无法知道经理人员是否真的怀有某种目的去进行盈余管理。因此在实践中较难运用其来判断公司经理人员是否真的有盈余管理的行为。值得注意的是在国外的监管层对于盈余管理的极端情况——财务欺诈作了精确的定义，盈余管理的界定比财务欺诈的界定要宽广。会计处理过程中的灵活性可以使我们与经济中不断创新的业务保持同步；但同时经理人员也会滥用这一灵活性，而这时就构成了我们通常意义上的盈余管理。一些会计处理技巧的使用使得公司的真实财务波动状况被掩盖，而这将使我们无法清楚地知道公司经理层的真实业绩。如果经理层在公认会计原则范围内的某些会计处理方法的运用使得公司的真实经营状况变得模糊不清，那么这些方法将被视为“盈余管理”。但在本文不对盈余管理和财务欺诈进行区分，主要是因为财务欺诈在没有被监管当局发现时，我们无法仅仅凭会计数据判断其是否为财务欺诈行为。在实践上，如果对事项的处理方法很明显地违反了会计准则，这将同时构成盈余管理和财务欺骗，而如果这一方法仍在会计准则范围内，一般而言那将只构成盈余管理。虽然我国的监管层还未对盈余管理作出的定义，但对它的关注却与日俱增。

1.2 盈余管理动机的研究

上市公司盈余管理的动机是盈余管理研究的重点之一,国内外研究者们从不同的角度分析了上市公司进行盈余管理的动机,概括起来主要从以下几个角度来研究:基于资本市场的动机;基于会计盈余数字的契约动机;基于监管制度等政治成本的动机。

1.2.1 基于资本市场动机的盈余管理

(1) 股票价格动机

A. 股票首次公开发行过程中的盈余管理

股票首次公开发行(IP0)的价格在很大程度上与公司的经营业绩相关,发行公司历史经营业绩是投资者对股票进行投资价值分析的基础,因此管理者具有强烈的动机通过向上的盈余管理向投资者和其他财务信息使用者传递虚假信息,以提高股票发行价格及获得更多的股权资本。当投资者对公司价值的评估过分依赖报告盈余时,公司控制者就可能通过增加应计利润实施盈余管理,以有效地提高股票发行价格。公司控制者在股票发行过程中的盈余管理行为造成了投资者对公司价值的过度乐观判断和股票市场的过度反应,误导了投资者的决策行为。Loughran和Ritter(1995)发现公司在发行股票之前往往会通过财务包装增加股票发行期间的净利润,以提高公司声誉和股票发行价格,导致股票发行后经营业绩的人为滑坡和股票长期收益下降,并称这种现象为“新股发行之谜”。Teoh等(1998)发现在IP0前一年存在向上的盈余管理,IP0之后管理当局转回了原来进行的盈余管理,并发现相对于非初始发行股票公司的对照样本而言,样本公司在初始股票发行的年份和随后几年中更可能采用致使收益增加的折旧政策和坏帐准备计提比率。

B. 股权再融资中的盈余管理

在配股增发等股权再融资行为中,投资者的投资决策在很大程度上也取决于发行公司的历史经营业绩。当投资者对公司价值的评估过分依赖报告盈余时,大股东就可能通过增加应计利润实施盈余管理,以更加有效地提升股票发行价格。Teoh等(1998)的研究结果表明公司在股票再发行过程中可以通过调整可操控性应计利润来

提高发行前的报告盈余,而可操控性应计利润的逆转造成了股票发行后公司经营业绩和股票收益下降。Rangan(1998)认为公司原有股东可以通过提高报告盈余来影响投资者对公司价值的判断,并从股票发行中获得收益,盈余管理能够在很大程度上解释股票再发行后的业绩下滑,投资者没有能够及时看穿公司增发新股时的盈余管理行为,被一时蒙骗以致高价购买了股票。DuCharme等(2004)发现公司在股票发行期间具有较高的异常应计利润(可操控性流动应计利润),而在股票发行之后异常应计利润发生逆转,股票发行期间异常应计利润和发行之后的业绩表现之间具有反向相关关系。可见,盈余管理已经成为公司股票再发行过程中普遍存在的现象,并造成了公司业绩下降。

关于我国上市公司配股过程中盈余管理行为的研究集中在配股政策对盈余管理的影响方面。陈小悦等(2000)利用1993-1997年的面板数据研究了上市公司配股过程中的利润操纵行为,发现上市公司为了达到“配股生命线”而操纵了报告盈余。陆宇建(2002)通过检验盈余分布状况发现上市公司为了获得配股权而通过盈余管理将ROE维持在略高于6%与略高于10%狭窄区间的证据。

C. 财务预期与盈余管理

财务分析师是广泛使用会计信息的专业群体,他们能够及时掌握丰富的财务分析信息集,这使财务分析师的预测成为了市场对利润预测的重要工具。由于财务分析信息集的一个重要组成部分就是会计信息,这使得管理者有动机进行盈余管理来影响市场对利润的预期,从而达到影响股价的目的。Burgstahler和Dichev(1997)的研究发现公司管理盈余是为了迎合财务分析师的预期,管理当局利用盈余管理来高估收益以避免报告盈余低于财务分析师的预期,从而保持良好的声誉和避免法律纠纷。

(2) 公司并购动机

管理层收购可能会促使管理者在收购之前进行降低盈余的操作。Perry和Thomas(1994)通过对1981-1988年间175家管理层收购公司的研究发现MBO公司在收购前一年的可操控性应计利润明显为负,表明管理层在MBO前存在着明显的调减收益的盈余管理行为。

同样在换股并购的过程中,收购方的股票价格越高,购买目标公司所需发行的股票就越少,因此收购方有试图通过盈余管理来提升报告盈余以增加其并购前的股

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库